

0- 792440

На правах рукописи

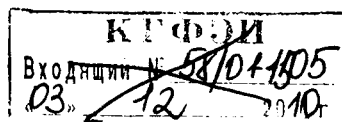
Шакирьянова

ШАКИРЬЯНОВА Алсу Илдаровна
ФОРМИРОВАНИЕ И РАЗВИТИЕ
РЫНКА ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ
В РОССИИ

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Казань - 2010



Работа выполнена на кафедре денег и ценных бумаг Казанского государственного финансово-экономического института.

- Научный руководитель - д-р экон. наук, доцент
Кох Игорь Анатольевич
- Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор
Ильина Лариса Владимировна
- канд. экон. наук, доцент
Тершукова Марина Борисовна
- Ведущая организация - Санкт-Петербургский государственный
университет экономики и финансов.

Защита состоится 20 декабря 2010 года в 13⁰⁰ час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу:

410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке университета.

Автореферат разослан 18 ноября 2010 года.

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000689739

Ученый секретарь диссертационного
совета, д-р экон. наук, профессор

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'С.М. Богомолов'.

С.М. Богомолов

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Тенденции становления и развития системы ипотечного жилищного кредитования в России позволяют констатировать возникновение рынка ипотечных ценных бумаг, предпосылкой формирования которого является рынок ипотечных кредитов. Однако рынок ипотеки на текущий момент недостаточно развит и имеет потенциал роста: доля услуг ипотечного кредитования в ВВП в России на начало 2010 г. составляет 2,6%, тогда как в США - 64%, странах ЕС - 38%. Для стран среднего уровня развития Всемирный банк считает ориентиром долю жилищных ипотечных кредитов в ВВП на уровне 25%¹.

В деятельности кредитных организаций, являющихся основными ипотечными кредиторами, главной проблемой, препятствующей развитию жилищного кредитования, является несоответствие активов и пассивов по срокам и ставкам. Таким образом, объективной необходимостью является развитие и совершенствование форм рефинансирования ипотечных кредитов. Решением данной проблемы выступает развитие и совершенствование форм рефинансирования ипотечных кредитов, позволяющих ипотечным кредиторам одновременно обеспечивать выдачу долгосрочных кредитов необходимыми финансовыми ресурсами и реструктуризировать активы в соответствии с имеющимися средствами.

Мировой финансовый кризис, причиной которого, в том числе, является ипотечный кризис в США, показал, что высокоразвитый рынок ипотечных бумаг не только дает дополнительные возможности для расширения ипотечного кредитования, но и формирует существенные системные риски, затрагивающие многие сегменты финансового рынка и оказывающие значительное влияние на социально-экономические процессы на макро- и микроуровне.

Соответственно, в условиях становления в России рынка ипотечных ценных бумаг научные исследования, нацеленные на обеспечение его экономически эффективного, стабильного и безопасного функционирования приобретают особую актуальность.

Степень разработанности проблемы. Основные участники и элементы рынка ипотечных ценных бумаг, соответствующее нормативно-правовое обеспечение в России созданы недавно, что объясняет относительно низкую степень научной разработанности рассматриваемой проблемы. В то же время большое количество работ в области ипотечного рынка и секьюритизации финансовых активов представлено в зарубежной литературе.

Теоретическую основу исследований в избранной области заложили такие фундаментальные труды американских и европейских экономистов, как работы П. Анри, Х.П. Бэра, Л. Вольфа, Э. Дэвидсона, Э. Сандерса, Ж.Ж. Роббе, Ф. Фабозци, Л. Хейра, А. Чинга, С. Шварца, Э. Якобуччи, и др.

Вместе с тем, в зарубежной литературе чаще всего отсутствует единый подход к определению рынка ипотечных ценных бумаг и его основных элементов, а

¹ По данным Росстата, ЦБ РФ.

в прикладных аспектах ипотечные ценные бумаги рассматриваются с позиции экономико-правового поля, присущего конкретной стране.

Большую практическую значимость для исследований в области отечественного ипотечного рынка представляют труды российских авторов М.И. Астраханцевой, В.Г. Баклановой, Г.Н. Белоглазовой, Л.В. Ильиной, Е.С. Демушкиной, Е.Ф. Жукова, А.А. Казакова, Г.Г. Коробовой, Л.П. Кроливецкой, О.И. Лаврушина, Н.С. Пастуховой, И.А. Разумовой, Т.А. Санниковой, Г.П. Суворова, В.М. Усоскина, А. Фасаховой, Е.В. Чепенко.

В их работах освещены современные проблемы развития российской банковской системы и кредитных отношений в целом и ипотечного кредитования в частности, что значительно расширяет представление об экономическом содержании рынка ипотечных ценных бумаг в России.

Проблемам формирования и развития рынка ипотечных ценных бумаг посвящено ограниченное число переводов зарубежных книг и статей. Немногие существующие труды российских экономистов по данной проблематике рассматривают преимущественно проблемы ипотечного кредитования и секьюритизации финансовых активов.

Актуальность темы исследования и недостаточная степень разработанности проблемы определили цель и задачи диссертационной работы.

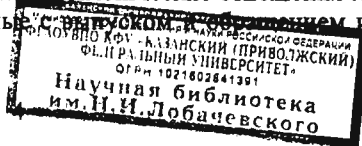
Целью диссертационного исследования является разработка теоретической базы и обоснование практических рекомендаций по совершенствованию рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

Задачи исследования. В соответствии с поставленной целью были обозначены задачи исследования, определяющие структуру диссертационной работы:

- исследовать рынок ипотечных ценных бумаг как сегмент финансового рынка;
- проанализировать особенности моделей организации рынка ипотечных ценных бумаг;
- исследовать качественные характеристики ипотечных ценных бумаг;
- охарактеризовать этапы развития российского рынка ипотечных ценных бумаг и его современное состояние;
- проанализировать инфраструктуру рынка ипотечных ценных бумаг в РФ;
- выявить проблемы государственного регулирования российского рынка ипотечных ценных бумаг и предложить меры по его совершенствованию;
- обосновать предложения по развитию российского рынка ипотечных ценных бумаг на основе секьюритизации ипотечных активов;
- сформулировать рекомендации по институциональному развитию рынка ипотечных ценных бумаг;
- систематизировать и дополнить методические подходы к управлению рисками на рынке ипотечных ценных бумаг.

Объектом исследования является российский рынок ипотечных ценных бумаг, его инструменты и деятельность его участников.

Предметом исследования выступили экономические отношения между участниками финансового рынка, связанные с **привлечением ипотечных ценных бумаг**.



Теоретической и методологической основой исследования являются фундаментальные труды ведущих зарубежных и российских специалистов в области ипотечного кредитования, секьюритизации активов, ипотечных ценных бумаг, действующие нормативные правовые акты РФ в области регулирования ипотечного кредитования, диссертационные исследования.

В процессе диссертационного исследования применялись приемы анализа и синтеза, дедукции и индукции, системный подход, сравнительный метод, статистический анализ, экономико-математическое моделирование и др.

Информационной базой исследования выступают информация Госкомстата РФ, Банка России, ФСФР России, аналитические отчеты международных рейтинговых агентств, данные об операциях с ипотечными ценными бумагами, раскрываемые коммерческими банками, фондовыми биржами.

Научная новизна исследования заключается в развитии теоретической базы функционирования рынка ипотечных ценных бумаг, а также в разработке предложений и рекомендаций, направленных на совершенствование российского рынка ипотечных ценных бумаг.

Наиболее существенными научными результатами являются:

- дана развернутая характеристика рынка ипотечных ценных бумаг и его места в системе финансового рынка, а также его ключевых особенностей, к числу которых отнесены множественность состава и содержания основных субъектов (заемщик по ипотечному кредиту - кредитор по ипотечному кредиту - оригиналатор - эмитент ипотечных ценных бумаг - владелец ипотечных ценных бумаг) и вторичность, производимость по отношению к рынку ипотечного кредитования;

- дано техническое определение ипотечные ценных бумаг как стандартизированных инвестиционных долговых и долевыми ценных бумаг, обязательства эмитента по которым обеспечены требованиями по выданным ипотечным кредитам и залладными, а также поддерживаются дополнительными гарантийными механизмами;

- проведен сравнительный анализ зарубежных моделей организации рынков ипотечных ценных бумаг, выявлены особенности и тенденции развития отечественного рынка ипотечных ценных бумаг (слабость сектора институциональных инвесторов и растущий дефицит внутренних долгосрочных источников финансирования ипотечного кредитования, медленное увеличение объемов секьюритизации ипотечных активов и ориентация эмитентов ипотечных ценных бумаг на зарубежные кредитные рынки, неразвитость системы управления рисками участников рынка) и сформулированы рекомендации по использованию зарубежного опыта в современных российских условиях, предусматривающие, в частности: введение нормативного регулирования объема рисков, принимаемых на себя участниками рынка; совершенствование системы раскрытия информации об ипотечном покрытии ценных бумаг; формирование норм и правил, связанных с рейтинговой оценкой ипотечных ценных бумаг и их эмитентов;

- разработан комплекс мероприятий по формированию современной институциональной инфраструктуры российского рынка ипотечных ценных бумаг, включая создание и развитие ипотечных страховых компаний, рейтинговых агентств, ипотечных агентов, депозитариев по учету залладных, фидуциарных

представителей владельцев ипотечных ценных бумаг, а также специализированных финансовых организаций, обслуживающих ипотечные кредиты;

- разработана модель внебалансовой секьюритизации ипотечных активов, основанная на использовании потенциала рынка краткосрочных долговых обязательств для обеспечения накопления ипотечным агентом достаточного для долгосрочной секьюритизации пула закладных и характеризующаяся сбалансированностью финансовых потоков, то есть устойчивостью к основным рисковым факторам;

- доказаны необходимость и возможность применения в современных российских условиях инновационных инструментов комплексной оценки кредитных рисков, связанных с ипотечными ценными бумагами, включая экономико-статистическое моделирование досрочных возвратов по ипотечным кредитам и стресс-тестирование, а также предложен алгоритм определения рыночной цены размещаемых ипотечных ценных бумаг, основанный на результатах предварительной оценки рисков;

- предложен алгоритм формирования качественных характеристик ипотечных ценных бумаг на этапе их эмиссии, предусматривающий: формирование пула стандартизированных ипотечных кредитов; определение формальных параметров планируемого выпуска; анализ и количественную оценку рисков, связанных с ипотечными активами, входящими в пул; выбор дополнительных гарантийных механизмов, компенсирующих рисковые факторы для инвесторов; последующую корректировку действия дополнительных гарантийных механизмов.

Теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования заключается в том, что его результаты, относящиеся к рынку ипотечных ценных бумаг и его составляющим, моделям организации рынка ипотечных ценных бумаг, способствуют совершенствованию теоретических и методических основ функционирования российского рынка ипотечных ценных бумаг.

Практическая значимость исследования заключается в предложенных рекомендациях по совершенствованию функционирования рынка ипотечных ценных бумаг, в том числе по формированию инвестиционных качеств ипотечных ценных бумаг, организации секьюритизации ипотечных активов, по оценке рисков и справедливой стоимости ипотечных ценных бумаг.

Материалы диссертации могут быть также использованы при преподавании курсов "Рынок ценных бумаг", "Инвестиции", "Банковское дело".

Апробация результатов диссертационного исследования. Материалы исследования докладывались на научных и научно-практических конференциях: всероссийских (Казань, 2006, 2007 и 2009 гг.; Новосибирск, 2008 г.; Красноярск, 2009 г.), региональных и вузовских (Казань, 2005, 2006, 2007 и 2008 гг.).

Результаты диссертационного исследования используются в Казанском государственном финансово-экономическом институте при преподавании учебных дисциплин "Инвестиции", "Рынок ценных бумаг".

Результаты диссертационного исследования опубликованы в 20 работах общим объемом 6,1 п.л. В изданиях, рекомендованных ВАК, опубликовано 3 статьи общим объемом 1,4 п.л.

Объем и структура диссертации. Работа имеет следующую структуру, оп-

ределенную логикой анализа взаимосвязанных аспектов изучаемого предмета и совокупностью решаемых задач:

Введение

Глава 1. Теоретические основы функционирования рынка ипотечных ценных бумаг

1.1. Рынок ипотечных ценных бумаг как сегмент финансового рынка

1.2. Модели организации рынка ипотечных ценных бумаг

1.3. Качественные характеристики ипотечных ценных бумаг

Глава 2. Оценка современного состояния рынка ипотечных ценных бумаг в России

2.1. Этапы становления рынка ипотечных ценных бумаг России

2.2. Анализ институциональной инфраструктуры современного российского рынка ипотечных ценных бумаг

2.3. Государственное регулирование российского рынка ипотечных ценных бумаг

Глава 3. Направления развития рынка ипотечных ценных бумаг в РФ

3.1. Развитие рынка ипотечных ценных бумаг на основе секьюритизации ипотечных активов

3.2. Институциональный аспект совершенствования рынка ипотечных ценных бумаг

3.3. Совершенствование методических подходов к управлению рисками на рынке ипотечных ценных бумаг

Заключение

Библиографический список включает 207 источников. В работе 25 приложений, 14 рисунков, 8 таблиц. Объем диссертации составляет 174 страницы.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Положения диссертационной работы и полученные в процессе исследования научные результаты могут быть условно разделены на три логически взаимосвязанные группы.

Первая группа посвящена теоретическому анализу основ функционирования рынка ипотечных ценных бумаг.

Здесь были исследованы экономическое содержание рынка ипотечных ценных бумаг, его место в системе финансового рынка, проанализированы принципы организации рынка ипотечных ценных бумаг в мировой и российской практике, выявлены тенденции их развития на современном этапе, в том числе с учетом кризисных явлений, проявившихся в 2007-2008 годах и продолжающих оказывать влияние на глобальный и национальные финансовые рынки.

Рынок ипотечных ценных бумаг определяется как совокупность экономических отношений по поводу выпуска, размещения, обращения и погашения ипотечных ценных бумаг, спецификой которых является, в первую очередь, состав участников этих отношений. К основным субъектам рынка ипотечных ценных бумаг относятся: заемщик по ипотечному кредиту (конечный потребитель финансовых ресурсов, аккумулируемых в рамках эмиссии ипотечных ценных бумаг); кредитор по ипотечному кредиту, инициирующий появление ипотечного актива, который становится основным обеспечением по выпускаемым ипотечным ценным бумагам; оригинатор, приобретающий ипотечные активы у кредитора с целью их секьюритизации; эмитент ипотечных ценных бумаг; владелец ипотечных ценных

бумаг. В ряде случаев одно лицо может совмещать функции нескольких субъектов рынка (например, функции кредитора и originатора или функции originатора и эмитента). Элементами рынка ипотечных ценных бумаг являются: ипотечные ценные бумаги; система кредитно-финансовых институтов; формы и методы регулирования.

Важнейшей особенностью рынка ипотечных ценных бумаг является его вторичность, производность по отношению к рынку ипотечного кредитования. Каждая операция между перечисленными выше субъектами направлена на рефинансирование произведенных ими расходов, связанных с созданием или приобретением ипотечных активов (требований по ипотечным кредитам или закладных). Таким образом, рынок ипотечных ценных бумаг фактически обслуживает рынок ипотечного кредитования, формируя условия для рефинансирования выдаваемых ипотечных кредитов на основе их секьюритизации.

В общем смысле секьюритизация - это процесс превращения низколиквидных, не обращающихся на рынке финансовых активов в ликвидные ценные бумаги. Секьюритизация ипотечных активов - это обособление originатором строго определенной совокупности ипотечных активов для передачи/продажи, уступки финансовому агенту в целях выпуска ипотечных ценных бумаг, то есть это механизм рефинансирования ипотечных кредитов с помощью финансовых инструментов денежного рынка, рынка капиталов или рынка ценных бумаг.

Характеристика типов секьюритизации представлена в таблице 1.

Таблица 1. Типы секьюритизации ипотечных активов

Тип	Характеристика
Балансовая (внутренняя)	Выпуск ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами, которые остаются на балансе эмитента/originатора
Внебалансовая (внешняя)	Продажа портфеля ипотечных кредитов финансовому агенту, который финансирует приобретение активов при помощи выпуска долговых инструментов (краткосрочных и долгосрочных ценных бумаг)
Договорная	Элементы и механизмы финансовой операции закрепляются в договорных конструкциях в соответствии с особенностями сделки, где учитываются наиболее оптимальное разделение рисков и минимизация расходов
Синтетическая	Выпуск ценных бумаг, обеспеченных ипотечными активами, которые остаются на балансе эмитента, но между участниками операции заключается договор страхования финансовых рисков с помощью кредитных деривативов с целью хеджирования кредитных рисков

Ипотечные ценные бумаги - это стандартизированные инвестиционные долговые (в российском законодательстве - облигации с ипотечным покрытием) и долевые (в российском законодательстве - ипотечные сертификаты участия) ценные бумаги, обязательства эмитента по которым обеспечены требованиями по выданным ипотечным кредитам и закладными, а также поддерживаются дополнительными гарантийными механизмами.

Характерными особенностями ипотечных ценных бумаг по сравнению с иными фондовыми инструментами являются: их инвестиционные характеристики и инвестиционная привлекательность определяются преимущественно специ-

фикой ипотечного покрытия, а не характеристиками эмитента; реализация обязательств по ним осуществляется за счет денежных средств, поступающих от конечных заемщиков по ипотечным кредитам; эмиссия в отношении одного ипотечного покрытия осуществляется, как правило, несколькими выпусками с разными условиями; инвестиционные риски неравномерно распределяются между выпусками (траншами) в соответствии с условиями эмиссии.

В мировой практике выделяются две основные модели организации рынка - американская (двухуровневая) и европейская (одноуровневая).

В европейской модели основной объем финансовых ресурсов поступает со специально организованного вторичного рынка обеспеченных облигаций. Для европейских рынков характерно: основным источником финансирования ипотечных кредитов являются розничные депозиты; жесткое регламентирование ипотечных операций; осуществление надзора за деятельностью специализированных ипотечных кредитных организаций; создание благоприятного режима инвестирования в ипотечные облигации для пенсионных фондов и страховых компаний; предоставление бюджетных гарантий по отдельным выпускам ипотечных ценных бумаг.

В модели американского типа первичный кредитор и эмитент ипотечных ценных бумаг разделены. Первичный кредитор может рефинансировать выданные кредиты с помощью: их непосредственной продажи инвестору (в качестве инвестора выступают крупные банки); продажи специализированным операторам вторичного рынка ипотечных кредитов (правительственным агентствам); обмена собранных в пулы кредитов на ипотечные ценные бумаги, выпущенные специализированным эмитентом. Основным инструментом на американском рынке ипотечных ценных бумаг являются mortgage-backed security (MBS), которые характеризуются как ценные бумаги, дающие их владельцам право на получение денежных поступлений от пула ипотечных активов.

Характеристиками американской модели являются: зависимость от общего состояния финансового рынка; расширенная инфраструктура ипотечного рынка; содействие государства в форме предоставления гарантий и государственного страхования; контроль над эмиссией ценных бумаг, обращающихся на вторичном рынке; использование внешних и внутренних дополнительных гарантийных механизмов.

Мировой финансовый кризис показал необходимость развития внутреннего рынка рефинансирования ипотеки, выявив проблемы отечественного рынка ипотечного кредитования, которые заключаются в зависимости национального рынка от глобальной финансовой системы; в несоответствии темпов роста ипотечного кредитования темпам роста внутренних источников фондирования; в несовершенстве методик управления рисками, а также в слабой диверсификации источников фондирования; в ограниченном присутствии на рынке отечественных институциональных инвесторов.

Вторая группа разрабатываемых в диссертации научных положений связана с формированием институциональной инфраструктуры российского рынка ипотечных ценных бумаг.

Исследование зарубежной практики организации рынка ипотечных ценных бумаг с учетом кризисных явлений на финансовом рынке позволило сделать следующие рекомендации по развитию российского рынка ипотечных ценных бумаг: необходимость совершенствования регулирования в области секьюритизации в части управления ликвидностью и рисками финансовых институтов, являющихся участниками ипотечного рынка; расширение информационной базы об операциях на рынке; необходимость регулирования деятельности рейтинговых агентств; использование мер, направленных на улучшение процесса рейтингования ценных бумаг, обеспеченных низкокачественными ипотечными кредитами; проведение дополнительных проверок независимыми сторонами достоверности информации, предоставляемой заемщиками, оценщиками и ипотечными брокерами; определение объема ответственности для таких участников сделок, как доверительные управляющие и основные обслуживающие агенты по ипотечным кредитам; повышение лицензионных требований к ипотечным оригинаторам; установление дополнительных требований к эмитентам по раскрытию информации о структуре сделки и качестве активов, входящих в ипотечное покрытие.

Перспективы развития рынка ипотечных ценных бумаг заключаются, в том числе, в увеличении присутствия на рынке институциональных инвесторов. Анализ нормативного обеспечения российского рынка ипотечных ценных бумаг позволил выявить законодательные ограничения на приобретение ипотечных ценных бумаг институциональными инвесторами. В частности, негосударственные пенсионные фонды могут инвестировать в ипотечные ценные бумаги не более 20% пенсионных накоплений, причем только в те, которые включены в котировальные списки высшего уровня и гарантированы государством. Но в Федеральном законе "Об ипотечных ценных бумагах" схема таких гарантий государством не предусмотрена. Поэтому представляется необходимым внесение изменений, определяющих порядок предоставления таких гарантий. Страховые компании вправе инвестировать в ипотечные ценные бумаги не более 5% от величины страховых резервов по страхованию жизни, что также является значительным ограничением.

С институциональной точки зрения рынок ипотечных ценных бумаг представляет собой совокупность банков и других кредитно-финансовых институтов, действующих на рынке заемных капиталов и осуществляющих аккумуляцию долгосрочного денежного капитала посредством эмиссии ипотечных ценных бумаг и секьюритизации ипотечных активов.

Основными институтами рынка ипотечных ценных бумаг в зарубежной практике в настоящее время являются: кредиторы/оригинаторы - банки, кредитные организации и иные лица, предоставляющие заемщикам ипотечные кредиты (займы); заемщики; эмитенты/оригинаторы - субъекты, выпускающие ипотечные ценные бумаги; специализированные операторы (ипотечные агентства); финансовые агенты (кондуиты) - промежуточные покупатели, создающие пулы ипотек; профессиональные участники, организующие функционирование рынка (специальные депозитарии ипотечного покрытия, регистраторы, доверительные управляющие, брокеры, клиринговые организации, фондовые биржи); инвесторы - по-

купатели ипотечных ценных бумаг; инфраструктурные организации (рейтинговые агентства, юридические организации, страховые компании, оценщики, финансовые и налоговые консультанты, кредитное бюро, аудиторы и т.д.); саморегулируемые организации; государственные органы.

Исследование инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг в России позволяет выделить следующие её основные элементы: Агентство по ипотечному жилищному кредитованию и региональные операторы, первичные кредиторы, страховые компании, оценщики, сервисные агенты, агенты по сопровождению, агенты по взысканию, участвующие в программе рефинансирования АИЖК; коммерческие банки; профессиональные участники рынка ипотечных ценных бумаг (специализированные депозитарии ипотечного покрытия, регистраторы, доверительные управляющие ипотечным покрытием); органы государственной регистрации прав на недвижимое имущество; саморегулируемые организации (Национальная ассоциация участников ипотечного рынка, Международная ассоциация ипотечных фондов и т.д.); кредитные бюро.

С целью повышения эффективности функционирования внутреннего российского рынка ипотечных ценных бумаг представляется необходимым развитие следующих институтов: страховых компаний, специализирующихся на ипотечном страховании; рейтинговых агентств; ипотечных агентов; депозитариев по учету закладных; фидуциарных представителей владельцев облигаций; компаний, обслуживающих ипотечные кредиты.

В целях организации развитой инфраструктуры рынка ипотечных ценных бумаг и защиты интересов инвесторов необходимо усилить роль и значение коммерческих страховых компаний, разработать нормативно-правовую базу, регламентирующую страхование инвестиционных рисков. В отечественных законах отсутствуют четкие правила по формам страхового покрытия, по выбору системы взаимоотношений между страховщиками и банками, но содержится обязанность осуществлять комплексное ипотечное страхование.

В международной практике комплексное ипотечное страхование ("гарантийное") означает покрытие финансовых потерь, вызванных неуплатой основной суммы долга, процентов по нему или иных сумм, которые заемщик согласился уплатить по условиям любого долгового обязательства (если стоимость недвижимости недостаточна для оплаты причитающихся по ипотечному договору обязательств). Таким образом, перспективы развития комплексного ипотечного страхования возможны в связи с изменениями в ипотечном законодательстве, в этих целях необходима разработка нормативных правовых документов о страховании ответственности при осуществлении ипотечного жилищного кредитования, отражающего особенности страхования в данной сфере.

В целях повышения инвестиционной привлекательности ипотечных ценных бумаг предлагается применение следующих страховых программ:

- 1) страхование ипотечного пула - покрываются убытки, связанные с ухудшением экономического положения заемщиков, но не покрывает риски, вызванные банкротством, мошенничеством, наступления форс-мажорных обстоятельств при выдаче кредитов;

2) страхование на случай банкротства заемщика - обеспечивает покрытие убытков, когда на основании судебного решения сумма долга по ипотечному кредиту уменьшается в результате понижения процентной ставки или сокращения остатка непогашенной задолженности по основному долгу;

3) страхование пула на случай потерь в результате мошенничества при предоставлении кредитов;

4) страхование облигаций - обязательство страховой компании покрыть все виды потерь по облигациям;

5) страхование непрерывности процентных платежей по ипотечным ценным бумагам - в случае дефолта по ипотечному кредиту из обеспечения ипотечных ценных бумаг страховщик выплачивает процентную часть.

Практический интерес представляет внедрение ипотечной программы с участием страховой компании, суть которой заключается в предоставлении заемщику ипотечного кредита с уплатой только процентов, сумма основного долга не амортизируется, а погашается при наступлении срока за счет инвестиционного плана или полиса страхования жизни, по которым заемщик делает регулярные платежи.

Развитие рынка ипотечных ценных бумаг предопределило возникновение проблем регулирования рейтинговых агентств и использования кредитных рейтингов. Получение кредитного рейтинга для эмитента означает возможность предложить инвесторам ликвидную и низкорисковую ценную бумагу, что снижает стоимость финансирования. Секьюритизация активов позволяет конструировать эмиссии с заранее заданным значением рейтинга, что получило название "конструирование рейтинга". Однако в российской практике отсутствуют легальные определения кредитного рейтинга и рейтингового агентства, поэтому важно внести дополнения в Федеральный закон "Об ипотечных ценных бумагах", касающиеся определения требований к рейтинговым агентствам, работающим с эмитентами, обоснования вознаграждения за их услуги, процедуры получения рейтинга в целях обеспечения его прозрачности и надежности.

Новой структурой на российском финансовом рынке является ипотечный агент, создающийся для юридического обособления ипотечных активов, и через который осуществляется секьюритизация ипотечных активов. Проблемами, требующими законодательного урегулирования, являются, урегулирование статуса ипотечного агента, его организационно-правовая форма; вопрос о выводе активов; введение института специальных счетов (эскроу-счетов) и трастовых счетов для учета денежных потоков; установление благоприятного налогового режима. Как показывает мировая практика, ипотечный агент создается не для целей извлечения прибыли, поэтому возникает вопрос об уместности создания его в виде коммерческой организации. В целях распределения рисков их владельцами выступают доверительные фонды, но в российском законодательстве не признана концепция "доверительного фонда".

Другим направлением совершенствования институциональной структуры рынка ипотечных ценных бумаг является введение депозитарного учета прав на закладные для повышения эффективности обращения закладных, а именно ускорения и упрощения. Порядок передачи закладных, закрепленный в Федеральном

законе "Об ипотеке (залоге недвижимости)", вызывает сложности в отношении массового оборота залладных, существенно повышает издержки, связанные с их передачей, вероятность технических ошибок при проведении операций. Действующие правовые нормы рассчитаны на единичные сделки по передаче залладной, выдача которой направлена на упрощение осуществления индивидуальной сделки с ипотечным кредитом, нежели на операции, связанные с выпуском ипотечных ценных бумаг. В целях решения указанных проблем необходимо изначально указывать в депозитарном учете залладной в содержании залладной при ее составлении, или отмечать владельцем в залладной о передаче залладной депозитарию для учета прав.

Важным является введение в практику финансового рынка института фидуциарных представителей владельцев ипотечных ценных бумаг, признание деятельности которых заключается в подписке на ценные бумаги эмитента или приобретения обеспечения, предоставляемого эмитентом. Деятельность фидуциарных представителей заключается в обеспечении защиты прав и интересов инвесторов ипотечных ценных бумаг и представления инвесторов в отношениях с эмитентом и третьими лицами, что будет являться фактором повышения инвестиционных качеств ценных бумаг.

Другим направлением развития рынка ипотечных ценных бумаг является создание финансовых организаций, обслуживающих ипотечный рынок, развитие которых потребует специального законодательства либо внесений изменений в Федеральный закон "Об ипотечных ценных бумагах". Такие структуры выкупают кредиты, выданные банками, а затем, накопив достаточное число кредитов от каждого банка, выпускают на их основе ценные бумаги. Развитие таких институтов позволит банкам привлекать дешевые ресурсы в процессе накопления кредитов для выпуска ценных бумаг.

Для эффективного обслуживания ипотечных активов, являющихся предметом секьюритизации, необходимо создание финансовых организаций - сервисов, что потребует разработки методических рекомендаций на законодательном уровне по реализации мероприятий, обеспечивающих защиту прав кредиторов по ипотечным обязательствам.

Третья группа научных результатов исследования посвящена проблеме повышения качества инструментов российского рынка ипотечных ценных бумаг, выпускаемых в рамках секьюритизации ипотечных активов.

В частности, предложен алгоритм формирования на этапе эмиссии ипотечных ценных бумаг их качественных характеристик, способствующих привлечению инвесторов различных категорий. Необходимость целенаправленного формирования инвестиционных качеств ипотечных ценных бумаг обусловлена тем, что их обеспечение (ипотечные активы) не являются привлекательными для большинства инвесторов. Например, объем активов может быть слишком мал или слишком велик, активы могут предусматривать сочетание рисков, неприемлемых для инвестора и т.д. Однако в рамках секьюритизации данные активы должны быть представлены инвесторам в инвестиционно привлекательной форме.

На первом этапе алгоритма эмитентом формируется пул ипотечных активов, соответствующих заданным качественным и количественным критериям (стандартизированным). На втором этапе эмитентом определяются формальные параметры предполагаемых к размещению ипотечных ценных бумаг (вид ценных бумаг, конечный срок погашения и порядок выплаты номинальной стоимости, частота купонных выплат и другие). На третьем этапе проводится анализ и количественная оценка рисков, связанных с ипотечными активами, входящими в пул. В первую очередь анализируются частота досрочных возвратов и дефолтов, а также предполагаемая доля просроченных платежей заемщиков. Результаты, полученные на данном этапе, являются исходной информацией для определения на четвертом этапе алгоритма подлежащих применению дополнительных гарантийных механизмов, достаточных для компенсации рисков факторов с точки зрения целевой группы инвесторов. Пятый этап алгоритма осуществляется после размещения ценных бумаг и предполагает корректировку действия дополнительных гарантийных механизмов в соответствии со снижением рисков.

Как дополнительные гарантийные механизмы, применение которых повышает инвестиционные качества ипотечных ценных бумаг, можно выделить:

1. Формирование избыточного потока платежей за счет превышения номинального объема пула ипотечных активов над номинальным объемом выпущенных ипотечных ценных бумаг.

2. Формирование эмитентом ипотечных ценных бумаг аккредитива на выплату некоторой денежной суммы в случае понижения его рейтинга.

3. Субординирование (суммарный номинал эмитированных бумаг немного меньше размера обеспечения и инвесторы имеют право только на купонные платежи и погашение номинала облигаций). Потери по дефолтам в пределах субординирования не отразятся на инвесторах, за исключением случаев, когда потери от дефолтов превысят субординирование.

4. Траширование (эмиссия одновременно нескольких классов бумаг, различающихся по параметрам). Старший класс изначально защищен от убытков, а младший класс принимает на себя все кредитные риски: выплаты основного долга по младшему траншу не производятся до тех пор, пока остаток задолженности по старшему классу не уменьшится до установленной величины.

5. Формирование резервного фонда (резерва ликвидности), предназначенного для накопления избыточного потока платежей, который позволит покрыть текущие убытки секьюритизируемого пула погашения ценных бумаг. Фонд может являться амортизационным (часть бумаг младших классов передается управляющей компании в качестве резервного фонда, который будет использован в случае нехватки средств на погашение бумаг старшего класса) или процентным (купоны бумаг младших классов искусственно занижаются, а избыток процентных платежей накапливается).

6. Фиксация в проспекте ценных бумаг событий - триггеров, при наступлении которых все платежи от пула активов направляются на погашение бумаг старшего класса.

Выбор одного или нескольких дополнительных гарантийных механизмов осуществляется с учетом финансовых возможностей участников сделки и теку-

щей рыночной ситуации. В зависимости от применяемых механизмов и их параметров эмитент может сформировать приемлемый для инвесторов уровень риска по размещаемым ипотечным ценным бумагам и, соответственно, относительно низкий уровень их доходности, что обеспечивает баланс интересов эмитента и инвесторов.

В рамках диссертационного исследования была обоснована возможность и целесообразность применения ряда инновационных для российского рынка инструментов, позволяющих комплексно оценивать основные кредитные риски, связанные с инвестициями в ипотечные ценные бумаги, без чего невозможна практическая реализация предложенного выше алгоритма формирования инвестиционных качеств ипотечных ценных бумаг эмитентами.

Необходимость использования специфического аналитического аппарата определяется тем, что с точки зрения финансовой аналитики ипотечные ценные бумаги являются сложными финансовыми инструментами, во многом отличающимися от традиционных долговых инструментов - корпоративных и суверенных облигаций. В частности, важнейшим специфическим фактором, влияющим на оценку рисков по ипотечным ценным бумагам, являются досрочные возвраты и дефолты по ипотечным активам обеспечивающего пула.

По результатам исследования определены факторы, влияющие на досрочные возвраты и дефолты по ипотечным кредитам: эффект процентных ставок (по мере их снижения растет доля досрочных возвратов), условия кредитных продуктов, возраст кредита (со временем частота досрочных возвратов растет, а частота дефолтов уменьшается), срок погашения кредита (чем короче срок, тем больше ежемесячный платеж заемщика и тем выше риск дефолта), качество кредита, влияние изменения стоимости жилья, эффект сезонности, макроэкономические факторы.

В качестве наиболее приемлемых показателей оценки размеров досрочных возвратов предложены: доля досрочного возврата за месяц, которая определяется как доля месячных досрочных возвратов в процентах от ожидаемого остатка задолженности в данном месяце согласно оригинальному графику заемщика; условный коэффициент досрочных возвратов, определяемый как доля досрочных возвратов (ставка досрочных возвратов), вычисленная как отношение суммы досрочно погашенного в течение года основного долга к остатку задолженности по кредиту.

По результатам исследования точности результатов применения ряда комплексных экономико-математических моделей прогнозирования частоты досрочных возвратов (модель процентных ставок, модель арктангенса, метод наименьших квадратов) было определено, что в российских условиях наиболее эффективно применение модели процентных ставок, позволяющей в среднесрочном периоде времени прогнозировать примерную величину досрочных возвратов в результате изменения процентных ставок, поскольку на российском рынке колебания процентных ставок весьма значительны и ожидаемы в ближайшем будущем.

События 2007-2008 гг. в США явно продемонстрировали уязвимость современного рынка ипотечных ценных бумаг в случае наступления масштабных не-

гативных событий на глобальных фондовых, кредитных, валютных и товарных рынках. В связи с этим возрастает значимость такого инструмента оценки инвестиционных качеств ипотечных ценных бумаг, как стресс-тестирование, которое позволяет количественно оценить убытки по ипотечным кредитам при худшем сценарии развития экономической ситуации в стране.

Опираясь на результаты рискованного моделирования, эмитенты и инвесторы могут определить экономически обоснованную цену размещения ипотечных ценных бумаг. Для определения такой цены в работе предложен алгоритм, этапы которого схематично представлены на рис. 1.



Рис. 1. Алгоритм определения экономически обоснованной цены размещения ипотечной ценной бумаги

Этот алгоритм отличается от стандартного, применяемого при оценке иных инструментов долгового рынка, поскольку он основан не только на прогнозе финансового положения эмитента, но и на прогнозе потока будущих платежей по ипотечному покрытию. Центральную роль здесь играет оценка частоты и объема досрочных погашений и дефолтов по ипотечному портфелю, для чего используются указанные выше специальные экономико-математические модели. Данный

алгоритм позволяет вычислить не только цену публично торгуемых ипотечных ценных бумаг, но и выпущенных недавно и не имеющих достаточной истории торгов, непубличных, а также планируемых к размещению.

С учетом изученного зарубежного опыта, выявленных институциональных и функциональных особенностей и тенденций развития российского рынка ипотечных ценных бумаг, специфики ипотечных ценных бумаг как объекта количественного анализа в работе предложена следующая модель секьюритизации ипотечных активов.

На первом этапе формируется пул ипотечных активов, обладающих следующими характеристиками: обязательные (вычисляемость и прогнозируемость будущего потока платежей; юридическая уступаемость активов; наличие технических возможностей отделения секьюритизируемых активов от остального портфеля originатора) и желательные (достаточно высокий объем сделки; диверсифицированная демографическая и географическая структура долга; низкая частота дефолтов, досрочного возврата и неплатежей; превышение входящего потока платежей над исходящим потоком; возможность изъятия активов и использования обеспечения).

На втором этапе определяется предварительная структура сделки и в целях оценки ее экономической эффективности рассчитываются следующие показатели: процентная ставка по старшему траншу с учетом влияния кредитного рейтинга originатора, уровня просрочек и дефолтов по портфелю, структуры сделки и текущей рыночной конъюнктуры; величина разовых и ежегодных комиссий в сделке; показатель полной стоимости фондирования, учитывающий затраты originатора на всех стадиях сделки. Сделка может быть экономически оправдана, даже если оценка полной стоимости выше, чем при использовании альтернативных источников рефинансирования, но не выше, чем доходность заново выданных кредитов с учетом их уровня дефолтов, если с помощью сделки высвобождается капитал и имеется возможность быстро восстановить кредитный портфель до начальных уровней.

Далее процесс секьюритизации осуществляется по схеме, представленной на рис. 2.

Созданный банком-кредитором ипотечный агент регулярно выкупает у банка и накапливает ипотечные кредиты. Для рефинансирования ипотечных кредитов ипотечный агент эмитирует и размещает на вторичном рынке собственные долговые бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами. В конце месяца ипотечный агент получает месячные платежи по своим ипотечным кредитам, по которым выплачивается длинный купон, и выплачивает короткий купон по своим долговым обязательствам. Длинный купон по ипотечным кредитам всегда будет больше короткого по долговым бумагам агента, обеспеченным этими же кредитами. Чтобы погасить номинал долговых бумаг этого месяца, ипотечный агент выпускает и размещает на рынке такие же бумаги на следующий месяц, а полученными от размещения деньгами гасит номинал своих бумаг текущего месяца.



Рис. 2. Модель секьюритизация с использованием ипотечного агента

Рефинансируя пул своих активов с помощью регулярно повторяющихся эмиссий месячных бумаг, агент в состоянии накопить пул ипотечных кредитов, достаточный для секьюритизации, которая может осуществляться в виде сертификатов участия или структурированных ипотечных ценных бумаг. После того как пул кредитов агента секьюритизирован и ипотечные ценные бумаги размещены на вторичном рынке, происходит полное погашение краткосрочных долговых бумаг, и процесс накаливания пула на балансе начинается сначала.

Эффективность данной модели секьюритизации обеспечивается тем, что с помощью относительно небольшого начального капитала можно накопить крупный пул ипотечных кредитов, секьюритизация которого позволит эмитировать ценные бумаги, которые можно будет разместить не только в России, но и за рубежом, на ликвидных и емких рынках. При этом текущее рефинансирование осуществляется на краткосрочной основе, поэтому ставка оказывается относительно низкой, а недостатка в краткосрочных ресурсах на российском финансовом рынке нет.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:

1. Шакирьянова А.И. Секьюритизация как фактор развития рынка ипотечных ценных бумаг // Экономические науки. - 2009. - №8. - 0,5 п.л.
2. Шакирьянова А.И. К вопросу об инфраструктуре рынка ипотечных ценных бумаг // Экономические науки. - 2009. - № 11. - 0,5 п.л.
3. Шакирьянова А.И. Практические вопросы организации рынка ипотечных ценных бумаг // Российское предпринимательство. - 2010. - № 3. - 0,5 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

4. Шакирьянова А.И. Некоторые проблемы ипотечного кредитования в РТ // В кн.: Социально-экономические проблемы становления и развития рыночной экономики: Тез. докл. итоговой науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2005. - 0,2 п.л.
5. Шакирьянова А.И. Использование секьюритизации как инструмента финансирования ипотечного кредитования в РФ // В кн.: Социально-экономические проблемы становления и развития рыночной экономики: Тез. докл. итоговой науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2006. - 0,1 п.л.
6. Шакирьянова А.И. Развитие жилищных программ в регионах // В кн.: Государственная финансовая политика и регионы: Тез. докл. всерос. науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2006. - 0,2 п.л.
7. Шакирьянова А.И. Методы снижения ипотечных рисков // Вестник КГФЭИ. - 2006. - №2. - 0,5 п.л.
8. Шакирьянова А.И. Риски ипотечного кредитования // В кн.: Ученые записки КГФЭИ. Выпуск 18. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2006. - 0,4 п.л.
9. Шакирьянова А.И. Секьюритизация активов на российском финансовом рынке - развитие, проблемы и перспективы // В кн.: Социально-экономические проблемы становления и развития рыночной экономики: Тез. докл. итоговой науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2007. - 0,13 п.л.
10. Шакирьянова А.И. Секьюритизация - понятие, типы, механизм // В кн.: Проблемы и перспективы реализации инвестиционной политики в Российской Федерации на современном этапе: Тез. докл. всерос. науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2007. - 0,37 п.л.
11. Шакирьянова А.И. Финансовый кризис в США: причины и последствия // В кн.: Ученые записки КГФЭИ. Выпуск 19. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2008. - 0,3 п.л.
12. Шакирьянова А.И. Необходимые свойства секьюритизируемых финансовых активов // В кн.: Социально-экономические проблемы становления и развития рыночной экономики: Тез. докл. итоговой науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2008. - 0,2 п.л.
13. Шакирьянова А.И. К вопросу о зарубежных ипотечных ценных бумагах // В кн.: Наука. Технологии. Инновации - НТИ-2008: Тез. докл. всерос. науч.-практ. конференции студентов, аспирантов и молодых ученых. - Новосибирск: Изд-во Центр научно-технической работы студентов НГТУ, 2008. - 0,15 п.л.
14. Шакирьянова А.И. Секьюритизация как финансовая категория // В кн.

Глобальные проблемы современности: действительность и прогнозы: Тез. докл. всерос. науч. конференции. - Казань: Изд-во ИЭУП, 2008. - 0,12 п.л.

15. Шакирьянова А.И. Риски при секьюритизации и способы их снижения // В кн.: Страховой потенциал региона: Тез. докл. региональной науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2009. - 0,5 п.л.

16. Шакирьянова А.И. Рефинансирование ипотеки в условиях финансового кризиса на отечественном финансовом рынке // В кн.: Управление стоимостью бизнеса: Тез. докл. всерос. научно - практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2009. - 0,25 п.л.

17. Шакирьянова А.И. Проблемы развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации // В кн.: Сборник трудов магистрантов и аспирантов КГФЭИ. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2009. - 0,25 п.л.

18. Шакирьянова А.И. Институциональный аспект совершенствования рынка ипотечных ценных бумаг // В кн.: Актуальные вопросы современной науки и образования -2009: Тез. докл. общерос. науч. конференции.- Красноярск: Изд-во НИЦ и редакция журнала "В мире научных открытий", 2010. - 0,87 п.л.

19. Шакирьянова А.И. К вопросу об ипотечном страховании // В кн.: Социально-экономические проблемы становления и развития рыночной экономики: Тез. докл. итоговой науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2010. - 0,25 п.л.

20. Шакирьянова А.И. Методы управления рисками ипотечных ценных бумаг // В кн.: Модернизация: государство, общество, экономика культура: Тез. докл. межд. науч.-практ. конференции. - Казань: Изд-во КГФЭИ, 2010. - 0,25 п.л.

Подпи
Бумага
Печат
Заказ